

SIA FUNDS. Performance Update. Agosto 2022

“The path to long term success is rarely linear”

Michael Phelps

Crónica de una recesión anunciada

El LTIF Classic (+13% ytd.) y el LTIF Natural Resources (+13% ytd.) han seguido comportándose relativamente bien en un año en el que la palabra recesión es posiblemente la más repetida en los círculos financieros. La famosa frase de Samuelson “los economistas han previsto 9 de las últimas 5 recesiones” vuelve a cobrar vigencia en un momento de fuertes tensiones geopolíticas a nivel global.

En SIA estudiamos, analizamos e incluso nos atrevemos a predecir el comportamiento de las principales magnitudes económicas de las mayores economías del mundo. Aunque nos consideramos *stock-pickers*, este trabajo lo hacemos para entender mejor el contexto microeconómico, para evitar riesgos y aprovechar oportunidades, pero no está en la base de nuestras inversiones.

Está meridianamente claro que nos dirigimos hacia un menor crecimiento económico que empezará a notarse a partir del tercer trimestre de 2022 pero no está claro que termine en una recesión. En todo caso, esto nos da un poco igual, dado que nuestras inversiones tienen una calidad excelente y nuestros dos fondos, Classic y Natural Resources, atravesarán cualquier recesión sin daños permanentes. Los mercados han corregido bastante y hemos empezado a reforzar algunas posiciones a precios interesantes, y de seguir cayendo, seguiremos comprando a precios ya de ganga. Reiteramos la frase de Warren Buffett de que está deseando que haya recesiones porque es donde Berkshire suele hacer sus mejores inversiones.

Entendemos que entre otros muchos, hay **tres problemas principales en la economía global** 1) **alta inflación** que está deteriorando el poder adquisitivo de muchas familias, lo que está dañando consumo y por lo tanto inversión privadas 2) **economía china que está tardando en recuperarse** por la política de Covid cero y el ciclo inmobiliario 3) los **precios de la energía, petróleo y gas**, resultado de una infra-inversión de una década, y también influidos por la invasión rusa de Ucrania y que deterioran el poder adquisitivo de las familias y los costes de muchas empresas.

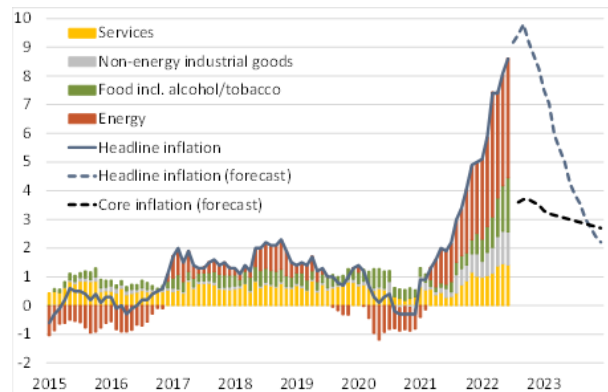
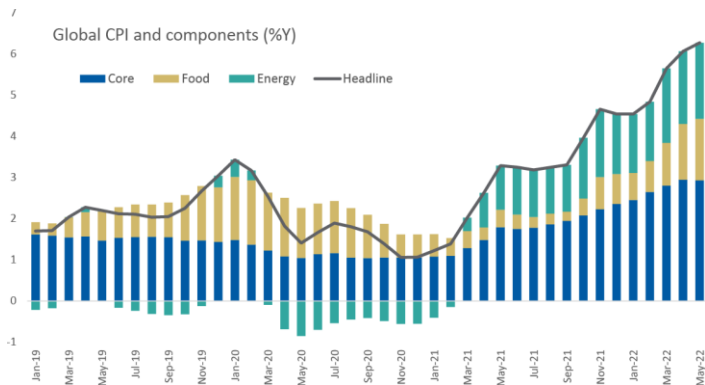
Inflación y tipos de interés se normalizarán en unos trimestres

Nos vamos acercando al pico de inflación previsto que probablemente será en Q32022 por el efecto comparativo de los precios de la energía y su impacto en muchos otros productos. **El problema inflacionista en EE. UU. es más del lado de la demanda**, que irá gradualmente suavizando su fortaleza tras las subidas de tipos y los estabilizadores automáticos (dólar, energía, por ejemplo) y según nuestros números la inflación se irá suavizando a lo largo de 2023.

En el lado europeo el problema está más en el lado de la oferta, debido a los cortes de gas de Rusia, los precios del petróleo y de los combustibles fósiles en general, y los problemas causados por las cadenas de suministro.

Es curioso que el mercado mantiene una opinión muy clara sobre dos factores económicos: inflación alta y recesión inminente, cuando ambos son excluyentes. Si hay una recesión no puede haber inflación alta. Mucho nos tememos que el *animal spirits* actual está sesgado al pesimismo.

Las razones que nos llevan a pensar que la inflación de va a moderar son 1) estabilización de los precios de la energía a niveles altos y efecto comparativo 2) estabilización de las cadenas de suministro, que ya ha comenzado 3) los precios altos de los alimentos incentivarán más siembra y cosechas de cara a 2023 (ciclo agrícola corto) 4) Europa no tiene un problema de inflación de mano de obra como Estados Unidos 5) impacto de los tipos de interés y menor crecimiento en la demanda. No pensamos que la inflación vaya a cero, pero que se estabilice en niveles del 2-4% a nivel global es muy probable de cara a 2023-2024.



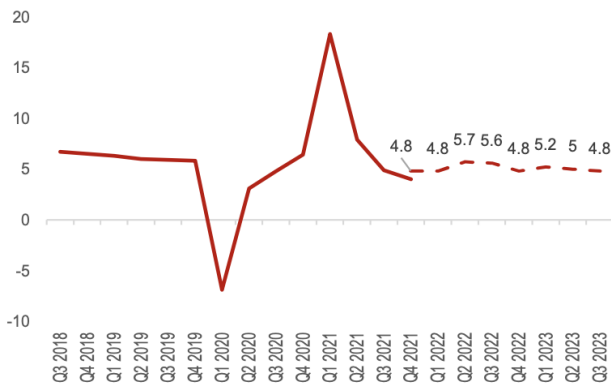
China empieza a alzar el vuelo

El ciclo económico chino empieza a recuperar fuerza, aunque se ha ido retrasando por los cierres derivados del Covid19. La M1 está creciendo a doble dígito (+10-11% en junio) y hay multitud de políticas económicas en marcha para cimentar la recuperación económica. Cierto es que los cierres derivados del Covid siguen apareciendo, y que el ciclo inmobiliario requerirá de tiempo y apoyo público para recuperar.

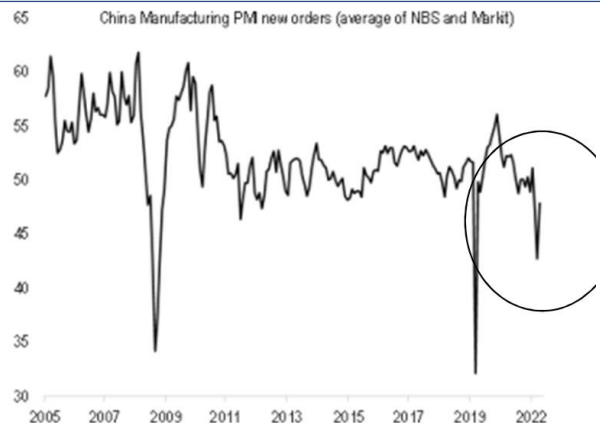
Es difícil tener *grip* sobre el ciclo inmobiliario chino debido a la inmensidad del país, la dificultad de calcular accesibilidad real y la múltiple intervención de las autoridades para acelerar o enfriar el ciclo, pero lo que hemos ido aprendiendo a lo largo de las últimas décadas es que el **Gobierno ha sido capaz de controlar el ciclo casi a la perfección**, excluyendo quizás unos precios demasiado altos en las ciudades TIER1.

Lo que más nos tranquiliza es la escasez de inventarios de viviendas a la venta en China que es bajo, lo que favorece una recuperación más rápida del sector. Es cierto que hay promotoras con problemas de deuda y retrasos en las entregas, pero al no haber inventarios (y toda la cadena de financiación y proveedores ligada a ellos) solo hace falta algo de apoyo público y cierta reactivación de la demanda para que el sector se estabilice.

Tendemos a pensar que China podría tener una crisis similar a la de EE. UU. o España en 2008 (GFC) pero no es comparable. No hay una burbuja en volúmenes, ni en inventarios, ni en condiciones y/o entidades financieras... sí que hay precios altos (también los hay en Suiza) y una demanda deprimida a la espera de mejores tiempos. Creemos que es gestionable y el riesgo es quizás una recuperación lenta más que un colapso a lo 2008.



China PMIs are turning up



Los precios de la energía y materias primas seguirán altos

Respecto a los precios de la energía, mantenemos nuestra opinión de que seguirán altos en los próximos años, y posiblemente a medio/largo plazo por 4 factores principalmente:

- 1) **La falta de inversiones desde 2013** en un sector donde traer nueva capacidad lleva una década
- 2) **La transición energética**, que va a suponer un fuerte incremento de la demanda de materias primas (metales principalmente) para la electrificación de la economía mundial y está reprimiendo las inversiones en combustible fósiles
- 3) **Los cada vez más dominantes criterios de ESG** que están impidiendo las inversiones necesarias en combustibles fósiles y poniendo trabas a muchos proyectos mineros.
- 4) La **invasión de Ucrania** y el impacto en los combustibles fósiles y materias primas

En resumen, nuestras estimaciones nos sitúan en un *slowdown* económico en los próximos meses, digamos 2022 y 2023, del que primero saldrá China, y luego EE. UU. Como siempre esta es una previsión estática en un mundo muy dinámico donde las cosas cambian rápidamente. **Dicho esto, para SIA Funds no cambia nada: nuestros dos fondos tienen calidad y valor y aprovecharemos precios bajos para incrementar nuestras ganancias futuras. Atravesaremos cualquier recesión sin daños estructurales relevantes gracias a la calidad de nuestras inversiones.**

A 31/06/2022, el Classic se situó en EUR 530 p.a. +7% ytd. En agosto estamos en EUR 550 +13%

El LTIF Classic ha registrado una evolución bastante positiva en el primer semestre de 2022, con un **+7%**, muy por encima de la mayoría de los índices. El índice MSCI World (EUR) a junio se situó en un -14%, el índice americano SPX (\$) en un -21%, el índice europeo SXXP (EUR) en -17% y el de mercados emergentes (\$) en -19%. Aunque no es lógico mirar los índices en distintas monedas, hacerlo aporta la visión de cómo va el mercado para el inversor local (el más representativo). La conclusión es que estamos muy satisfechos de la evolución del Classic en un periodo muy complicado para casi cualquier inversor en Bolsa.

Los mejores sectores del Classic han sido la industria, gracias a una fuerte exposición a defensa y aeroespacial, los salmones, que han tenido una evolución positiva siguiendo a los precios del salmón, en máximos históricos y la energía (petróleo y gas), los tres sectores claramente por encima del 20% en la primera mitad del año. Los mejores valores han sido Thales, Raytheon, Coca-Cola, GriegSeafood y las petroleras (Suncor, Hess, Cenovus, EOG, ConocoPhillips principalmente).

Por el lado negativo, **los peores sectores del Classic han sido tecnología, infraestructuras/cemento y mineras, con una caída media del 20%**. Por valores destacaríamos las fuertes caídas de Pandora, ASML, y Hubsay Minerals.

A día del cierre de esta Newsletter, el Classic ha subido y se sitúa en EUR 550 p.a., +13% en el año, por encima de la mayoría de los índices, y en línea con nuestro objetivo de cerrar 2022 en unos EUR 575 por acción. Si algún año acertamos exactamente con el nivel, quizás tengamos que dedicarnos al trading, porque como dijo Graham, el corto plazo es un *voting machine*.

La TIR actual de Classic es del 15%. Valor intrínseco (IV): 852 euros p.a., 60% de potencial alcista

No deja de sorprendernos lo fuerte que ha subido el valor intrínseco del Classic desde los últimos 3 años. El IV actualizado se sitúa en EUR 852 por acción, con una TIR muy próxima al 15%. ¿Como puede subir tanto el IV si realmente el Classic no rota demasiado sus posiciones? La respuesta es sencilla, o no... en las fuertes correcciones como la de 2020 y la de 2022, solemos vender lo que está más caro y comprar lo que ha caído mucho, lo que tiene un impacto positivo en el IV del fondo. Obviamente, la matemática es clara, pero con un matiz importante: no hay que equivocarse en la calidad de las inversiones, porque hacer *average-down* funciona siempre que no te hayas equivocado en la tesis de inversión. Pequeño detalle operativo.

Históricamente el LTIF Classic ha cotizado con una TIR de entre el 12% y el 17% con lo que empieza a estar en el lado "barato" de su *track-record*. Si no cometemos errores de bulto, la TIR esperada, después de comisiones estaría en un 13.5%, lo que equivale a doblar el dinero en 5 años y poco. ¿Estaremos con un NAV superior a EUR 1000 en 2028? Estamos convencidos de ello, y todo se basa en la mágica combinación de dos pilares de la inversión: el interés compuesto y el largo plazo. Disculpadme por repetirlo tantas veces, pero después de tantos años me sigue sorprendiendo a mí mismo.

El LTIF Classic. Preservación del capital y retorno decente

Como en la mayoría de las *Newsletters*, hemos decidido poner las 10 principales empresas del fondo que suman cerca del 50% de las inversiones. Todas ellas son empresas de calidad, con buenos gestores, buenos balances y con un descuento fuerte, aunque esta vez queremos destacar otra característica que subyace algunas de estas empresas: reestructuración y *contrarianismo*.

Nos hemos dado cuenta de que, de estas 10 empresas, 5 tienen o parecen tener problemas: Grifols, ISS, Sodexo, Unilever, y Reckitt son empresas que están en un proceso de reestructuración y/o mejora del que no todo el mundo está convencido. Nuestra opinión es que los problemas no son estructurales y que las empresas se están moviendo en la dirección correcta, pero queríamos destacar como los fondos *value* como el Classic, por mucho análisis estratégico que hagamos, acabamos invirtiendo en empresas odiadas por el mercado. Odio, volatilidad, y quizás algo de riesgo extra, son el precio que tenemos que pagar para batir al mercado.

Como siempre, las 10 mayores empresas evidencian una fuerte diversificación de negocio del fondo (en estas 10 empresas tenemos energía, aeroespacial, defensa, plasma sanguíneo, limpieza, productos de consumo, farmacéutico, cemento, banca y catering). Esta vez no aparece el único factor de concentración en el Classic: la energía/petróleo que sigue siendo, y a menos que suba mucho seguirá siendo un 15-20% del fondo.

LTIF Classic Top10 Holdings

| | |
|---------------------|------|
| Thales SA | 5,9% |
| Cenovus Energy Inc. | 5,6% |
| Compass Group plc. | 4,9% |
| Grifols SA | 4,7% |
| ISS A/S | 4,7% |

| | |
|----------------------|--------------|
| ING Groep NV | 4,6% |
| Sodexo | 4,5% |
| Unilever | 4,4% |
| Heidelberg Cement AG | 4,2% |
| Reckitt Beckinser | 4,1% |
| TOTAL | 47,7% |

Caso de inversión del trimestre: Cenovus

Una de las empresas de mayor peso en nuestros dos fondos, Classic y Natural Resources es Cenovus, empresa petrolera canadiense, líder en arenas bituminosas de tamaño muy considerable, con un capital invertido de 34.000 millones de dólares. La empresa nosm parece una inversión excelente por las siguientes razones:

Activos de Calidad

Cenovus tiene activos y reservas de primera calidad (TIER1) principalmente en Canadá con más de 50 años de reservas probadas y probables 2P (8.400 millones de barriles), una capacidad de producción de 800.000 b/d divididas en 600.000 b/d de arenas bituminosas, 125.000 b/d de petróleo convencional y 70.000 b/d en off-shore.

Las reservas probadas ascienden a 6.100 millones de barriles y son alrededor del 5% de las reservas de Canadá y aunque oficialmente la vida de las reservas 2P sea de 30 años, en realidad es superior a 50 años, lo que contrasta con la mayoría de las empresas de petróleo tienen unos 10-15 años de reservas 2P.

Los activos de Cenovus son además de bajo declino, inferior al 10%, frente por ejemplo al 30% del petróleo *shale*, lo que es importante en términos de costes e inversiones de mantenimiento. Cenovus tiene además un fuerte *know-how* en la tecnología in situ (inyección de vapor y productos químicos) para que el petróleo fluya, con un impacto en costes y en medio ambiente muy positivos.

Finalmente, los activos de Cenovus pueden desarrollares en fases modulares, que permite flexibilidad, estandarización de procesos y mejoras en eficiencia.

Costes bajos e inversiones limitadas

Cenovus ha trabajado mucho en contener sus costes y las últimas cifras sitúan sus costes operativos a un nivel bajo de unos 11-12\$ por barril. La calidad de los activos y el *know-how* desarrollado a lo largo de los años se traducen en un SOR (*Steam Oil Ratio*) medio inferior a 3x, que es líder en el sector.

Además, debido a las enormes reservas de la empresa, no necesita invertir en exploración y desarrollo tanto como las petroleras mas tradicionales con lo que las inversiones de Cenovus son más bajas. No necesitan encontrar petróleo porque ya lo tienen y las inversiones más reducidas, modulares y algo *front-loaded*. En la mayoría de las petroleras el coste de encontrar y desarrollar un proyecto está entorno a los 10-15\$ por barril, una inversión muy importante que Cenovus reduce mucho.

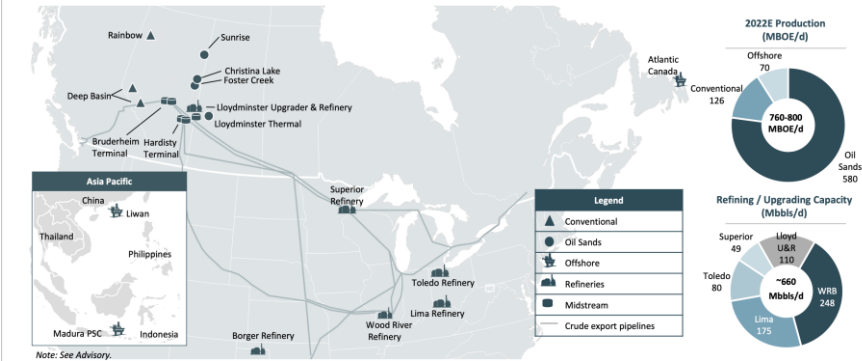
Finalmente hay que comentar que Cenovus tiene menos de 2\$ por barril de costes corporativos que comparan favorablemente con la industria y demuestran que el equipo gestor del grupo está muy enfocado a rentabilidad y costes.

La integración y la distribución como valor añadido

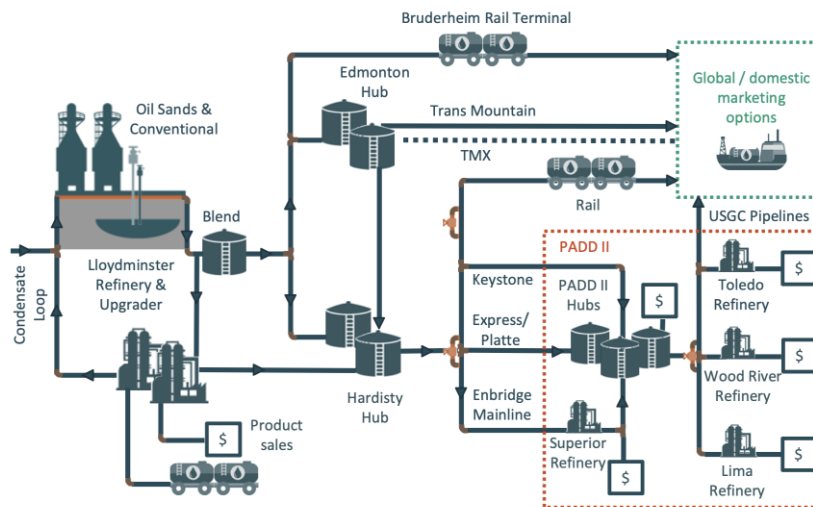
Desde que Alex Pourbaix cogió los mandos de Cenovus, la empresa ha realizado un enorme esfuerzo en solidificar el negocio vía integración vertical con inversiones importantes en *upgrading* y refino (Husky y Toledo). Actualmente Cenovus ha cumplido su objetivo de convertirse en una petrolera integrada con 660.000 b/d de capacidad de *upgrade* y refino.

HIGH-QUALITY, DIVERSE & INTEGRATED PORTFOLIO

Geographic diversification, physical integration and market access



La empresa también ha realizado un esfuerzo muy importante en distribución, con refinерías, oleoductos y almacenes en distintos mercados, incluido transporte por tren desde Canadá a EE. UU. Gracias a ello, Cenovus puede acceder a la costa este y oeste de Canadá y a EE. UU. con lo que de producirse situaciones de exceso de oferta o *bottlenecks* en alguna parte de la cadena de suministro, tiene flexibilidad suficiente para cambiar de mercado e incluso absorber diferenciales.



Espera lo mejor y prepárate para lo peor

Nos gusta mucho como Cenovus y su equipo directivo preparan la empresa para tiempos difíciles. Empezando con una planificación basada en precios del petróleo bajos (45\$ WTI), casi en el *cash cost* marginal de la curva de costes, siguiendo con un ambicioso plan de ahorro de costes y optimización ejecutado en 2020-22, y todo el equipo de gestión centrado en reforzar el negocio y su rentabilidad en lugar del buscar aventuras de crecimiento.

El petróleo es un negocio cíclico de ciclo largo, donde es fácil cometer errores debido al enorme capital empleado en cualquier proyecto. Las barreras de entrada no son enormes, aunque es complicado crear escala, pero las barreras de salida sí, lo que hace que el ajuste de la oferta cuando hay sobrecapacidad lleve años e incluso décadas. En ciclos largos, es clave tener activos de calidad, costes bajos, integración

y un balance saneado o la siguiente crisis puede llevarse a la empresa por delante. Cenovus ha venido trabajando mucho en este sentido es una empresa mucho más resistente de lo que era hace unos años.

Cenovus ha llevado a cabo algunas adquisiciones en la parte baja del ciclo (principalmente participaciones en Cristina Lake y Foster Creek, la petrolera Husky, y parte de la refinería Toledo, entre otros) lo que denota un equipo gestor muy enfocado en generar valor dado que lo normal es que el sector compre cuando las cosas van bien y no lo contrario que es cuando se genera valor.

Buen balance de situación y asignación de capital

Como hemos comentado el balance de situación de una petrolera debe estar saneado para hacer frente a la ciclicidad del sector, que por el lado de la oferta es de largo plazo. Cenovus ha hecho un esfuerzo importante en los últimos años y la deuda neta prevista para 2022E se sitúa en torno a 4.000 millones de dólares frente a un EBITDA previsto de 22.000 millones de dólares, con una madurez media de la deuda muy confortable y bien estructurada en el tiempo.

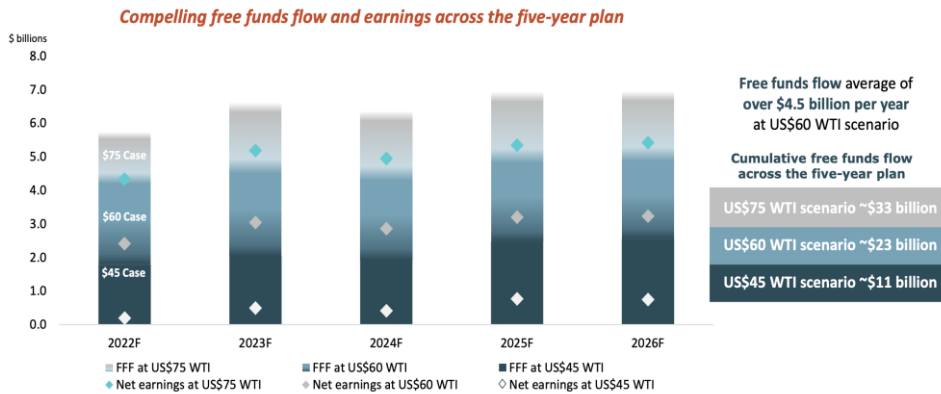
Cenovus, en línea con el sector, ha ido evolucionando hacia una asignación de recursos mucho más alineada con el accionista y se ha comprometido a pagar el 100% del FCF cuando la deuda neta baje a niveles normalizados, usando tanto dividendos como recompra de acciones. La disciplina financiera y la asignación de capital que tiene muy en cuenta a los accionistas son dos temas que evidencian de nuevo la calidad del equipo gestor de la empresa.

¿Por qué Cenovus es un buen negocio?

- Buenos activos y reservas de larga duración en un sector donde la exploración es cada vez más difícil y costosa
- Buena gestión. Centrada en la rentabilidad y alineada con los accionistas.
- Cultura: el enfoque en los costes/rendimientos y la maximización del valor para los accionistas es evidente en sus objetivos financieros
- Resiliencia: la empresa puede resistir las crisis gracias a su modelo integrado de bajo coste y a su sólido balance
- Potencial de crecimiento: con precios del petróleo más altos, CVE puede acelerar fácilmente el crecimiento hasta niveles de un dígito medio
- Buenos márgenes y retornos. Con un petróleo de 80 dólares, la empresa genera un ROIC del 10-12%. No es necesario explorar
- Balance sólido, que es una necesidad en esta industria debido a la ciclicidad y a las fuertes caídas
- Plan claro de sostenibilidad y emisiones cero 2050.

¿Por qué Cenovus es una buena inversión?

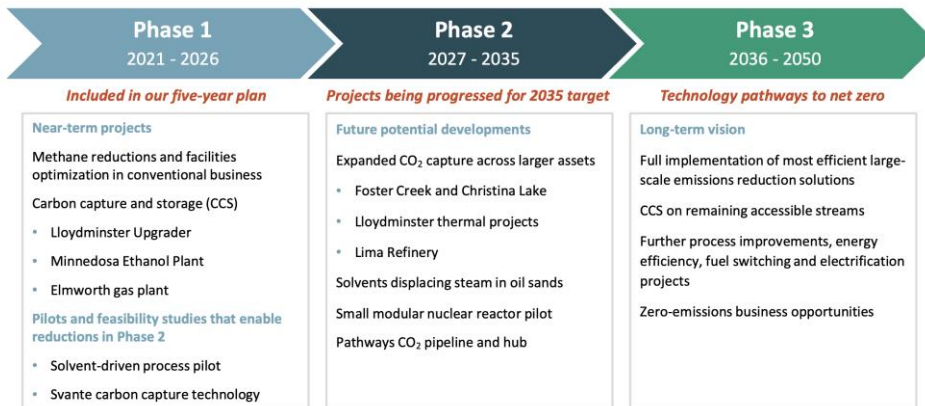
- La acción del CVE sigue estando muy por debajo de los niveles de 35-40C\$ de 2011-2013. Cotiza a 20-22C\$.
- La acción cotiza a 1,0x Valor Firma sobre Capital Invertido, muy por debajo de la mediana histórica de 1,4x. Rango histórico (0,5x-2,5x). CVE cotiza a 1,25x valor en libros frente a la mediana histórica de 1,5x. Rango (0,5x-2,5x)
- Flujo de caja libre de 6.500 millones de dólares en 2022E frente a una capitalización de mercado de 42.000 millones de dólares. 15% de Free Cash Flow Yield
- TIR del 14-15% y IV de 35-40 CAD por acción
- En nuestro escenario de precios del petróleo hasta el final de la década, CVE debería ser una excelente inversión.



Finalmente, y no por ello menos importante, hay que destacar el esfuerzo de Cenovus (y de toda la industria de arenas bituminosas de Alberta) para acelerar su proceso de emisiones cero objetivo 2050. Las inversiones necesarias van a ser importantes, pero no muy diferentes al resto del sector, con lo que los costes y capex necesarios para esta transición se irán trasladando al precio final del petróleo a largo plazo (cualquier proyecto debe desde ya incluir estos costes y trasladarlo al precio de petróleo necesario para que el proyecto se lleve a cabo).

Quizás lo más importante en cuanto a cuantía serán los sistemas de CCS que podrían alcanzar 100,000 millones de \$ para las arenas bituminosas de Canadá, y Cenovus ha entrado en el grupo de trabajo que junto al Gobierno diseñará estos sistemas.

Applying and advancing technologies to reduce absolute emissions



LTIF Natural Resources. Buen comienzo de 2022 y un ciclo muy largo por delante

El fondo LTIF NR cerró el año 2021 con un +41% y ha terminado el primer semestre del 2022 con un +4% hasta 125 euros por acción, valorando en cero las inversiones en Rusia. Como resumen de la primera mitad del año, destacaríamos la buena evolución de las empresas de petróleo y gas (y en general combustibles fósiles) y agricultura/alimentación, frente a una evolución decepcionante de las empresas mineras, y las infraestructuras, más pendientes de la recesión y la inflación de costes que de las perspectivas a medio y largo plazo.

La parte de energía del LTIF NR, que ha oscilado alrededor del 45-50% del peso del fondo ha tenido un semestre estelar subiendo un 45% en término medio, seguida por agricultura/alimentación con un +15%. Por el lado negativo como hemos comentado están las empresas mineras (30% del fondo) que han caído un 8% (-11% si incluimos Rusia) y las infraestructuras (12% del fondo) que han caído un 20%.

Empresas que destacar por su revalorización: Suncor, Occidental, Hess, Cenovus, TGS, GriegSeafood, Norway Royal Salmon y por el lado negativo las tres empresas rusas que hemos valorado en cero (Gazprom, Surgutneftegas y Norilsk Nickel) además de Kazatomprom, HudbayMinerals, MetsoOutotec, HeidelbergCement y Vidrala.

A fecha de 20 de agosto el fondo ha recuperado bastante y se sitúa en EUR 140 por acción con una revalorización del 13% (+20% ajustado por Rusia).

El LTIF Recursos Naturales cotiza con una TIR del 14.5% y un IV de ciclo medio de EUR 210 por acción.

Tras poner a cero las acciones rusas y actualizar las compras/ventas del año (solemos vender lo que sube y comprar lo que baja), el **Valor Intrínseco del fondo ha dado un salto interesante hasta los EUR 210 p.a. con una TIR del 14-15% a los precios actuales.**

Resulta muy interesante la fuerte volatilidad y falta de correlación de ciertos valores y sectores en este primer semestre que han hecho que podamos comprar barato ciertas empresas de cobre, por ejemplo y vendido alguna cosa más cara. **Es cierto que vamos poco a poco, con compras graduales pero el sector minero ha corregido mucho y empieza a ser evidente que hay excelentes oportunidades de compra.**

Hay que reiterar que el Valor Intrínseco no incluye las 3 empresas rusas que como hemos comentado nos deberían aportar algo de valor extra en los próximos meses/trimestres, una vez las aguas se calmen, y recordamos de nuevo que las valoraciones de las empresas del fondo están hechas con hipótesis de ciclo medio, lo cual es extremadamente conservador.

Si usamos valoraciones más ajustadas a ciclo alcista (frente a valoraciones de ciclo medio) **de las materias primas nos sería fácil llegar a EUR 300 por acción** nivel que creemos alcanzaremos en unos años, sobre todo en un ciclo alcista de largo plazo que tan sólo acaba de comenzar.

El Brent ha caído a 98\$ por barril (45% del LTIF NR invertido en energía, petróleo y gas)

El Brent llegó a alcanzar niveles de entre 130\$ y 140\$ en el mes de marzo, tras la invasión rusa de Ucrania y desde entonces ha iniciado una serie de recortes para situarse alrededor de los 100\$. Dos factores han reforzado la oferta de petróleo a corto plazo 1) Arabia Saudí, tras la visita de Biden, ha subido sus exportaciones en 1 millón de b/d 2) las ventas de las reservas estratégicas de varios países (sobre todo de EE.UU.) equivalen a >1 m b/d. Estos 2 millones de b/d han permitido que la situación se normalice un poco, lo que son buenas noticias para todos. ¡Genial! Todo solucionado.

Bueno quizás no tanto. La venta de reservas estratégicas se termina en octubre y habrá que rellenarlas en algún momento y Arabia Saudí está produciendo a niveles muy próximos a plena capacidad con la IEA

diciendo que la capacidad excedente ha bajado hasta los 2 m de b/d. Mínimo histórico frente al volumen de unos 100 m b/d de demanda.

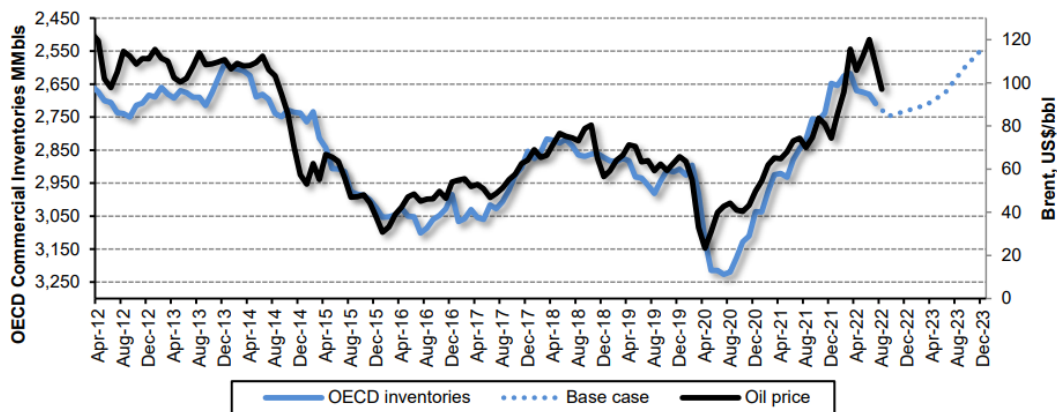
Lo importante de 2022 es la invasión rusa que va a tener efectos de largo plazo en su capacidad de producción de petróleo, pero el resto de las variables siguen en pie. Declino, falta de capacidad, falta de inversiones, transición energética y el impacto de ESG en las nuevas inversiones hacen que el sector se dirija inexorablemente hacia un ciclo largo de precios altos.

100\$ por bbl deberían ser suficientes para hacer negocio en el sector, pero ¿quién se atreve a proponer un proyecto petrolífero a un consejo de administración? 15 años, miles de millones, problemas de sostenibilidad, demanda decreciendo en unos años... quizás 100\$ ya no sean suficiente para afrontar este tipo de proyectos. En cualquier caso, como no hay margen de maniobra (industria a plena capacidad), los precios tendrán subidas importantes cuando haya problemas en algún país productor, ya sea en Libia, en Irak, en Venezuela, en Rusia o en cualquier país con un volumen de producción alto.

El siguiente grafico refleja lo que deberíamos esperar de cara a 2022 y 2023. Los inventarios han subido algo permitiendo una bajada de los precios gracias a EE. UU. (reservas estratégicas) y Arabia Saudí (esfuerzo extra) pero ambos no son sostenibles a largo plazo. La oferta sigue limitada (declino, falta de inversión desde 2013, no hay capacidad excedentaria, Rusia, infra-inversión por miedo al pico de demanda y ESG) y la demanda seguirá recuperándose incluso con la ralentización económica vigente (keroseno aun 2m b/d por debajo de 2019).

Preveemos precios altos y si seguimos sin invertir podríamos llegar a una situación mucho mas dramática en el futuro, esperemos que eso no suceda.

EXHIBIT 5 : Current spot prices reflect current inventory levels. We expect oil prices will stay within the \$90 range in 2022 based on current oil inventory projections



Cobre: las lecciones de Atalaya Mining, y resto de mineras

Atalaya Mining publicó unos resultados del segundo trimestre muy flojos por dos temas principalmente: la fuerte inflación de costes (electricidad, diesel, explosivos, materiales...) y la caída de los precios del cobre desde 4,5\$/Lb a 3,5\$/Lb.

Le preguntamos al CEO Alberto Lavandeira que precios del cobre se necesitarían para iniciar un nuevo proyecto de cobre hoy en día y nos contestó que a 3,5\$/lb casi ningún proyecto es rentable a nivel mundial excluyendo Congo y algún yacimiento existente TIER1. Y no terminó ahí: dijo que según sus cálculos se necesitaban al menos 5\$/Lb. ¿es ese el precio de incentivo para nuevas minas?

Hay dos problemas muy relevantes en nuestra opinión. El primero es la inestabilidad regulatoria y problemática de licencias en muchos países (países como Perú, Chile, Indonesia, Zambia, Congo... pero también EE. UU., Canadá, España, UK etc..) y el segundo es la fuerte inflación en capex y opex, con el incremento de las condiciones medioambientales, de los nuevos proyectos.

Señores, tenemos proyectos existentes y nuevos con cobre hasta 2024/2025 pero a partir de ahí hay un vacío importante de nuevos proyectos. Hasta Atalaya tienen problemas para que le den el permiso de proyecto Touro en España. ¿Cómo vamos a hacer la transición energética sin el principal metal necesario para la electrificación? Los precios del cobre van a subir mucho y se quedarán arriba durante muchos años, esa es la única solución al problema.

Los precios del salmón han corregido algo, pero siguen altos a 75 NOK/kg (10% del LTIF NR)

Estuvimos en Bergen en la conferencia más importante sobre salmón que se realiza en Noruega y revisamos nuestras estimaciones. El panorama no cambia demasiado: buen producto, demanda creciente y oferta limitada. Precios altos que incentivan nueva oferta, pero ésta no existe.

Dos maneras de incrementar oferta: granjas *off-shore* (a largo plazo, muy poco volumen próximos 5 años) y granjas *on-shore*, que en nuestra humilde opinión no son rentable con los costes actuales y tampoco traerán volúmenes significativos en los próximos años. Precios altos y un sector muy bueno en el que seguiremos invertidos entre un 5 y un 15% dependiendo de las valoraciones. Nada muy nuevo, lo que son buenas noticias.

Las infraestructuras (15% del LTIF NR) acaban un ciclo alcista y seguiremos buscando exposición

Por el momento tenemos 3 temas dentro de las infraestructuras cables, cemento y equipamiento-servicios mineros. La performance este primer semestre ha sido negativa para las cementeras (recesión y costes), los servicios a minas (recesión) y positiva para cables (Prysmian y Nexans subiendo guidance).

Nada muy nuevo aquí también, Buzzi y Heidelberg están cotizando con fuertes descuentos por el temor a recesión con lo que seguimos comprando pacientemente y las empresas de cable tiene unas carteras y previsiones de crecimiento extraordinarias.

No es inflación y/o recesión.... ¡Es la energía!

Los inversores han estado preocupados durante la primavera y el verano por el doble problema de la inflación y la recesión. Es una preocupación razonable en la medida en que estos dos fenómenos económicos tienden a tener un impacto negativo en las inversiones.

Pero preocuparse por estos fenómenos puede no ser un ejercicio especialmente productivo. Si no sabemos cuán grave será la recesión, cuánto durará y cómo se resolverán ésta y la inflación, no hay mucho que podamos hacer con respecto a nuestra cartera de inversiones (por no hablar del hecho de que las recesiones y la inflación afectan a diferentes inversiones de maneras muy distintas, no todas ellas fáciles de predecir).

Fue J. M. Keynes quien dijo célebremente que "la economía es una materia difícil y técnica, pero nadie se lo cree". Desde que el Covid convirtió a mucha gente en expertos virólogos de la noche a la mañana, la situación económica actual permite a mucha gente hacer afirmaciones contundentes con respecto a las recesiones o la inflación. Sin embargo, la inflación es un tema extremadamente complejo, que surge de muchas fuentes diferentes (incluso contradictorias) y que ni siquiera las mejores mentes de la economía pueden comprender adecuadamente. Sin embargo, se presta bien a narraciones simplificadas, en las que el narrador suele proyectar sus prejuicios.

En consecuencia, **muchas personas a las que no les gusta nuestro sistema económico basado en el mercado argumentan que la inflación se debe al aumento de los márgenes de beneficio de las empresas codiciosas.** Esto puede encajar con una idea preconcebida de las corporaciones como entidades *malignas*, pero no explica realmente por qué esos *malhechores* esperaron 40 años para hacer sus malas acciones.

A la inversa, las personas que tienden a ser propietarios de capital denuncian las políticas de "dinero fácil" de los bancos centrales como la fuente obvia de la inflación, aunque no se preocupan de explicar por qué esta causalidad no funcionó durante los últimos 14 años. Parafraseando a Milton Friedman, podríamos decir que "la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno muy complejo".

Energía: los combustibles fósiles son necesarios para apoyar la transición energética

No queremos aumentar la cantidad de *aire caliente* que se gasta en el tema, contribuyendo así (aunque sea marginalmente) a mitigar el calentamiento climático. **Pero hay un campo que conocemos bien y que creemos que tiene un papel muy importante en las próximas realidades de inflación y crecimiento económico: la energía.**

Somos conscientes de que en cada boletín escribimos sobre este tema, pero no sólo es extremadamente importante, sino que su situación crítica va a durar bastante tiempo. No se puede exagerar su importancia para el mundo y, por tanto, para los inversores.

Puede que las empresas energéticas representen menos del 10% del mercado bursátil, pero sin energía abundante y asequible, el resto de la actividad económica se ralentiza. Empecemos por lo más básico: la producción de alimentos. Un tercio de la población mundial existe porque los combustibles fósiles proporcionan fertilizantes. Sin ellos, aunque se labrara todo el mundo, sobrevivirían menos de 5.000 millones de personas. Algunos ecologistas parecen creer que esa cifra es más que suficiente, pero probablemente no se cuentan a sí mismos ni a sus familias entre los 3.000 millones de personas que sobran.

Sin embargo, no sólo es importante la fertilización: los campos deben ser trabajados y cosechados con máquinas, y sin un transporte eficiente, los alimentos no pueden ser llevados desde donde crecen hasta las ciudades donde vivimos. **El 99% de los alimentos que consumimos se transportan en vehículos que funcionan con combustibles fósiles.** Actualmente no hay alternativa, ni la habrá en muchas décadas.

También debemos considerar las partes "verdes/limpias" de la economía. ¿Cuántas empresas tecnológicas pueden funcionar sin centros de datos que consumen enormes cantidades de energía? ¿Y cuánta electricidad puede producirse y distribuirse sin cobre? Sí, el mayor coste de la minería del cobre es la energía. Y así sucesivamente... La única razón, desde un punto de vista físico, por la que somos más ricos hoy que hace 300 años (y vivimos casi el doble, por cierto) es que tenemos energía abundante y asequible. **Sin energía, no hay actividad económica tal y como la conocemos.** Nuestro maravilloso mundo tecnológico funciona sobre (y sólo sobre) la base de una energía abundante y asequible.

Por supuesto, se ha señalado que la quema de combustibles fósiles, que constituye la base de nuestro sistema energético, libera CO2. A su vez, esto aumenta el "efecto invernadero" de nuestra atmósfera, lo que aumenta la temperatura del planeta. No vamos a entrar en el debate sobre cuánto aumenta realmente la temperatura, cuánto de ese aumento se debe al incremento del CO2 atmosférico y cuánto de ese aumento del CO2 se debe a la actividad humana. La respuesta a las preguntas anteriores es probablemente algo, pero menos de lo que se lee en los periódicos. Simplemente vamos a describir lo que está ocurriendo, lo que va a ocurrir en los próximos años, y su impacto en la inversión.

[A continuación, un poco de humor sobre este tema tan serio, pero que muestra cómo la prensa representa a menudo estos hechos:



Por desgracia, esta desinformación es bastante común].

Hoy en día, el mundo está a punto de no tener suficiente capacidad de producción de la energía que necesita para continuar el crecimiento económico normal. El sistema energético necesita una reinversión constante (los yacimientos petrolíferos se agotan, las presas hidroeléctricas se sedimentan, las centrales nucleares tienen una vida útil limitada) para seguir proporcionándonos los medios para producir los bienes y servicios que necesitamos. **Y el mundo ha estado invirtiendo poco durante los últimos 10 años.** Como se trata de inversiones a largo plazo, no pasa nada en los primeros años de infrainversión, ya que podemos ir tirando con la fuerza de las inversiones anteriores. Sin embargo, después de un tiempo, la realidad nos alcanza. Y en eso estamos ahora.

En ciclos anteriores, la infrainversión ha estado motivada por la mediocre rentabilidad de los auges de inversión anteriores, y esto suele arreglarse unos años después, en cuanto se reconoce la situación (es

decir, en cuanto suben los precios de la energía). Todo este proceso lleva tiempo porque las inversiones tardan muchos años/décadas en construirse. Por eso la industria energética ha estado sujeta a ciclos de auge y caída durante los últimos 100 años, pero al final siempre ha cumplido.

Hoy nos encontramos en esta típica situación, pero con un giro. El típico boom vino de la sobreabundancia de inversiones en *shale* durante el periodo 2012-2016, que creó un exceso de producción de petróleo. Este exceso desplomó los precios, deteniendo finalmente las nuevas inversiones. Hasta ahora, esto es típico de la industria. **El giro actual viene de lo que se ha denominado "ESG". La necesidad percibida de trabajar en la sustitución de los combustibles fósiles se ha traducido en la decisión de boicotear la energía convencional, aunque los sustitutos aún no estén listos.** Además, las inversiones "alternativas" están creando más problemas de los que resuelven.

Las energías renovables necesitan *back up*

Por poner un ejemplo flagrante, Alemania ha invertido en diez años la increíble cantidad de 550.000 millones de euros en energías renovables (recordemos que una gran central nuclear cuesta menos de 20.000 millones de euros). Sin embargo, depende totalmente del gas natural y el carbón importados. ¿Por qué? **Porque el viento deja de soplar y el sol no brilla en invierno. Por mucha energía eólica y solar que se instale en Europa, se sigue necesitando un mix de generación de energía completo cuando estas dos dejan de producir.**

En realidad, Alemania tiene actualmente dos sistemas energéticos: el basado en las renovables y el tradicional, que se utiliza cuando el primero no funciona. El problema no surge de este sistema: Sí, es mucho dinero, pero Alemania es rica y puede permitirse invertir cientos de miles de millones en un sistema que emite menos CO2 cuando funciona. El problema es que no ha invertido en el sistema tradicional (de hecho, desinvertió en la energía nuclear), lo que significa que cuando las renovables no son suficientes, hay muy poca energía. Algo similar ha ocurrido en la mayoría de los demás países europeos, especialmente en el Reino Unido y España.

Los políticos se pierden en la traducción (y en la transición), pero estamos viendo mejoras

La guerra de Ucrania, sus sanciones asociadas y las contra-sanciones han agravado la situación. Pero la escasez de inversiones es una realidad que no se está arreglando. Lo que es peor, en muchos casos, los políticos están haciendo exactamente lo contrario de lo que se necesita: la energía es cara, porque hay muy poca. **La solución es, pues, producir más y consumir menos. Sin embargo, a los políticos les resulta más fácil demonizar a los productores (¡impuestos extraordinarios!) y subvencionar a los consumidores, desalentando la oferta y fomentando la demanda.**

Es difícil ver cómo esto va a mejorar la situación antes de que se deteriore bastante más. No obstante, las mentalidades están cambiando lentamente: California, líder absoluto de la "conciencia ESG", se plantea ahora no cerrar su central nuclear de Diablo Canyon en 2025, e incluso Alemania está pensando en hacer algo parecido. El Reino Unido ha anunciado planes para reducir la dependencia del petróleo y el gas, y quiere construir 8 nuevos reactores para 2050... (Estamos viviendo en el año 2022...) En todo el mundo se pueden escuchar y leer noticias similares. La AIE llegó a decir que era necesario duplicar la capacidad nuclear en todo el mundo. Todo el mundo con un poco de conocimiento sabía que sin centrales nucleares no habría suficiente energía, pero aún así es bueno ver que los políticos por fin se vuelven un poco más sensatos. Sin embargo, un cambio total de mentalidad lleva mucho tiempo...

Todo esto tiene mucho que ver con las recesiones y la inflación. Como hemos dicho antes, no queremos participar en discusiones macroeconómicas, pero una cosa está clara: una recesión es una disminución de la actividad económica; la actividad económica depende directamente de la disponibilidad de energía, y la disponibilidad de energía va a ser escasa y/o cara a medio plazo. Las conclusiones no son difíciles de sacar, independientemente de las teorías macroeconómicas que se quieran sostener.

En consecuencia, deberíamos esperar una actividad económica algo más lenta en Europa, que tiene una escasez de energía, una situación algo mejor en EE.UU. y Canadá, y que las inversiones relacionadas con la energía superen a todo lo demás.

Esto se extiende, por cierto, a muchos otros recursos naturales, que están sujetos a un período cíclico similar de falta de inversión que, en algunos casos (minería), también se agrava por el aumento de las barreras ESG.

Marcos Hernández
Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

Agosto de 2022

Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF, Classic y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic EUR-D

Código ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33.180.015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFGEC LX

Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo